机构投资者持股与股价稳定：信息与噪声视角

劳兰珺　王芊芊　张　娜

摘　要　如何保障股票市场的稳定在当今国际形势和国内经济环境下具有重要意义。本文以2005—2022年沪深A股为研究对象，通过多维信息与噪声分解研究机构投资者对股价的稳定作用。本研究首先确认整体上机构投资者持股对股价波动率有显著的抑制作用，然后将股价波动的驱动因素分解为市场信息、公司非公开信息、公司公开信息和噪声，进而分析机构投资者与股价波动关系在信息和噪声特征维度有截面差异的股票间的差异性。我们发现在市场信息含量低、公司非公开信息含量高、公司公开信息含量低或噪声含量高的股票中，机构投资者参与对股价波动的抑制作用更为显著。

关键词　股价波动　机构投资者　多维信息　噪声

一、引言

随着股票市场的不断发展，其提供的融资、资源配置等功能日益优化，在国民经济发展中占据了重要地位。截至2022年底，A股市场累计共有5 070只上市股票，沪深两市总市值达87万亿元，占当年全国GDP的约73%[①]。稳定的股票市场有助于吸纳社会闲散资金、缓解通胀压力，从而服务于实体经济。然而在我国股票市场发展的二十多年中，出现过多次暴涨暴跌[②]，严重阻碍了股票市场功能的发挥。在当今复杂多变的国际形势和需要高质量发展的国内经济环境下，保障股票市场稳定凸显重要意义。

近年来监管机构大力提倡以证券投资基金为主体的机构投资者的发展，期望促进理性投资，维护股票市场的整体稳定。我国机构投资者持有A股上市公司流通股比例从2005年底的16%增长到2022年底的49%[③]，以中小投资者为市场主导的投资格局逐渐改变。然而，机构投资者能否起到稳定股票市场的作用在文献中尚未形成定论。

劳兰珺，复旦大学管理学院金融与财务学系教授、博士生导师；王芊芊，上海市普陀区发展和改革委员会；张娜（通信作者），复旦大学管理学院金融与财务学系副教授，Email:nazhang@fudan.edu.cn。

① 数据来源为Wind。

② 例如，2015年的“沪深股市1·19暴跌事件”，当日沪深两市股票下跌数超过七成，近120只股票跌停。

③ 数据来源为Wind，统计口径为机构持股数量合计占流通股比重的整体加权平均。

部分学者认为，机构投资者比个人投资者的羊群行为更显著，且存在委托代理冲突，因此并不能稳定股价，反而加剧股价波动。机构投资者与散户均具有跟风从众的动机，并且机构投资者具有更大信息优势，从而导致机构投资者比散户的羊群行为更为显著（姚禄仕和吴宁宁，2018）。羊群效应会破坏股票市场的稳定性（许年行 等，2013）。另外，基金经理赚取的报酬与基金规模和当期业绩直接挂钩，往往会与其他基金竞争来扩大规模（张琳琳 等，2022）和追逐短期业绩（刘京军和徐浩萍，2012），从而具有跟风和短期投资动机，进一步导致市场的不稳定。

另一部分研究者则认为，机构投资者比个人投资者更能理性决策，更善于消除股票价格偏差，从而抑制股价波动。刘维奇和刘新新（2014）基于投资者情绪的视角，发现机构投资者情绪可以预测后市，相较于个人投资者更加理性。Carpentier & Suret（2021）认为市场对潜在破坏性事件的反应取决于投资者的成熟度，机构投资者对重大工业事故的反应比个人更理性。另外，机构投资者在信息挖掘和信息利用方面具有优势（尹海员和朱旭，2022），能够起到避免价格大幅偏离内在价值的稳定作用（李志生和金陵，2019）。

本研究认为未形成一致结论的可能原因在于不同公司股价波动的引发因素并不相同。股价中蕴含着信息和噪声，尽管信息是引起股价波动的核心因素，但是噪声会引发股价过度波动（雷震 等，2016）。不同股票信息噪声特征含量的差异造成机构投资者对稳定股价的作用并不一致，从而有可能造成整体结论不一致。

文献中将股票价格变化的驱动因素分解为信息和噪声，并进一步将信息分解为市场信息和公司层面信息（Morck et al.，2000）。市场信息是指来自市场的系统性信息，市场信息含量越高市场效率越低（连立帅 等，2019）。公司层面信息是指与公司基本价值密切相关的特定事件，包括公司发展战略制定、增发、并购等（姜超，2013）。通过公开途径披露的公司层面信息称为公司层面公开信息；而投资者通过分析或内幕消息获取的私有信息则属于公司层面非公开信息（Engle et al.，2021）。现有文献表明机构投资者比个人投资者更具信息优势（余佩琨 等，2009）；机构投资者的存在提高了公司层面公开信息含量（连立帅 等，2019）；更透明的信息环境可以显著降低股票价格波动（辛清泉等，2014）。噪声方面的研究则发现噪声会导致股票价格过度波动，从而破坏股票市场稳定性（Orlitzky，2013）；但机构投资者持股会降低噪声交易（李志生和金凌，2019）。

本研究首先应用 2005—2022 年沪深 A 股数据，考察机构投资者持股对股价波动的影响，发现机构投资者对于稳定股价波动具有正面促进作用。然后，我们进一步从股票信息和噪声特征这一新角度切入，分解多维信息和噪声，试图更准确地定位和检验机构投资者参与对股价波动的

影响，为制定监管政策提供科学依据。传统文献往往选取股价同步性、证券分析师人数和盈余质量等指标衡量信息含量（辛清泉，2014），然而这样容易造成信息和噪声的混淆。因此，本文先将永久-暂时性分解理论（Beveridge & Nelson，1981）与SVAR模型结合，构建出2005—2022年沪深A股每只股票每年的市场信息、公司非公开信息、公司公开信息与噪声指标，发现不同股票信息与噪声特征具有很强的截面差异。进而，本文从市场效率、知情交易程度、信息披露质量和噪声四个角度，对机构投资者与股价波动之间的关系进行调节效应检验，发现在市场信息含量低、公司非公开信息含量高、公司公开信息含量低或噪声含量高的四类股票中，机构投资者参与对股价波动的稳定作用更为显著。本研究结论在替换被解释变量、工具变量回归等多种稳健性检验后依然成立。

本文主要贡献在于以下两点。第一，将沪深A股价格波动的驱动因素分解成市场信息、公司非公开信息、公司公开信息和噪声，并使用日度数据计算股价中的多维信息与噪声含量。这一做法克服了传统文献中信息与噪音易混淆的缺陷，为机构投资者与股价波动关系的研究提供数据基础。第二，将多维信息与噪声含量指标与机构投资者持股比例相结合，探究在信息-噪声特征维度有截面差异的情况下，机构投资者与股价波动之间关系的差异，更准确地定位和检验机构投资者参与对股价波动的影响。

二、研究设计

（一）理论分析与研究假设

本文的研究主要包括两个方面，一是考察机构投资者对股价波动的影响，二是通过分解股价中的多维信息与噪声含量，分别考察不同信息含量和噪声含量对机构投资者与股价波动之间关系的调节作用。

1. 机构投资者持股与股价波动的关系

机构投资者持有上市公司股票，能够吸引证券分析师和个人投资者关注，提高公众对上市公司的信息挖掘度，同时对公司管理层形成有效监督，降低公司治理的委托代理问题，并且减少投机性交易，减少噪声，从而实现机构投资者持股稳定股价的作用（连立帅 等，2019；李志生和金凌，2019）。持股比例是机构投资者对股票交易后形成的结果，综合体现了机构投资者对于股票的青睐程度和参与度，本文提出如下假设：

H_1：机构投资者持股比例越大，股票价格波动率越低。

2. 多维信息与噪声的划分

基于完整性和互斥性原则，首先将股价信息分为市场信息与公司异质性信息。市场信息是指系统性信息，包括政策信息、宏观政治经济形势信息等，会对所有上市公司未来经营状况产生影响。如果股票市场内整体市场信息含量均比较高，则股价的波动更多受市场信息影响，更容易出现同涨同跌，股票同步性较高。公司异质性信息，即非系统性信息，只会直接影响该公司股票的内在价值，包括上市公司未来

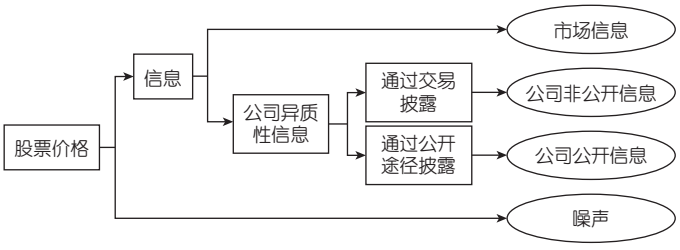

图 1　股票价格中的多维信息与噪声划分

的现金流量、预期贴现率等直接影响个别股票的内在价值的信息[①]。公司异质性信息越多，才能更好地引导资源的有效配置；而市场信息含量高，是资本市场低效率低的体现（连立帅 等，2019）。

其次，参考 Broggard et al.（2022）的方法，将公司异质性信息分解成公司非公开信息和公司公开信息。Engle et al.（2021）认为公开信息是公司通过新闻、上市公司公告等公开途径传播的信息，非公开信息是基本面投资者的专有分析，仅能通过交易活动被体现在股票价格中[②]。因此，公司非公开信息是通过交易活动所体现的，未通过交易所体现的其他公司异质性信息均被定义为公司公开信息。

最后，股票价格中蕴含噪声。根据随机游走理论，噪声是一种定价误差，是有效价格与实际交易价格之间的偏差。有效价格是交易结束时刻的证券价值预期，取决于当前时刻的所有信息；然而其与实际价格的偏差可能是由不完美的信号、各种摩擦或非理性的偏见等原因引起的（Black, 1986）。

综上，股价中包括了市场信息、公司非公开信息、公司公开信息和噪声（图 1）。

3. 调节效应机制分析

股票价格中的多维信息与噪声含量对机构投资者持股和股价波动之间的关系具有调节作用。

市场信息含量衡量了股票市场效率（朱红军 等，2007）。市场信息含量高，说明价格变化更多地是由市场信号，而非公司基本面信号驱动，表明市场效率低。由宏观经济、政治政策等市场因素驱动的股价波动，一般反映为全市场同涨同跌，机构投资者持股行为很难缓解这种同涨同跌。另外，市场效率低会减缓股票价格向其内在价值逼近的速度（刘祥东 等，

① 市场信息和公司异质性信息都会影响公司的未来经营情况，差别在于市场信息影响所有公司，而公司异质性信息只直接影响一家公司。

② 在某些情况下公开信息与非公开信息的界限较为模糊。比如，投资者通过对公开信息进行分析从而进行交易。由于投资者并不会公布他们如何处理和解释公开信息，本文将该情形视为非公开信息的体现。

2014），弱化机构投资者持股的价格发现功能。据此提出假设：

H_2：市场信息含量的增加会削弱机构投资者持股对股价波动的稳定作用。

公司非公开信息含量衡量了知情交易程度（Chen et al.，2007）。公司非公开信息含量高，说明价格变化更多由私有交易冲击驱动，且私有交易冲击更多是在传递信息，而不是产生噪声。机构投资者比个人投资者拥有更强的信息优势，知情交易程度高，其持股行为基于对股票内在价值和错误定价的判断，投机程度低。对于非公开信息含量高的公司，机构投资者信息挖掘优势会加速股价向其内在价值回归，减少远离股票内在价值的大幅涨跌，增强稳定作用。假设如下：

H_3：公司非公开信息含量的增加会加强机构投资者持股对股价波动的稳定作用。

股价中的公司公开信息含量衡量了信息披露质量（Brogaard et al.，2022）。公司公开信息含量高，说明股价变化更多是由公司公告、新闻媒体等公开途径披露的信息驱动，股价越接近于其内在价值。机构投资者参与能够促进公司公开信息的披露。一方面其作为公司股东，会督促管理层自觉主动披露公司经营相关信息；另一方面机构投资者持有的企业会吸引公众关注度，从而增加证券分析师和个人投资者等对公司信息的发现。这一促进作用对于那些公开信息含量低的公司效果更显著；然而，对于公开信息含量高的公司，机构投资者进一步促进信息挖掘功能被弱化，其促进股价向内在价值回归、稳定价格波动的作用也随之弱化。假设如下：

H_4：公司公开信息含量的增加会削弱机构投资者持股对股价波动的稳定作用。

股价中的噪声含量高，说明股价变化更多是由噪声驱动。除了交易外，在市场信息和公司公开消息的冲击过程中，也会产生噪声。比如，宏观经济政策调整可能引发市场过度恐慌，公开渠道充斥着真假难辨的“小道新闻”（雷震 等，2016），谣言同样会造成股价波动。此时，机构投资者的理性交易、信息发现和“明辨是非”的能力对抑制股票价格的非理性波动更为重要。据此提出假设：

H_5：噪声含量的增加会加强机构投资者持股对股价波动的稳定作用。

（二）变量选取和构造[①]

被解释变量参考谭松涛 等（2014）的方法，使用股票日收益率的标准差 *Vol* 来衡量股价波动。关于解释变量，参考李志生和金凌（2019）的方法，使用机构投资者持股比例 *Inst_hold*，即机构投资者持有股票数量占所有流通股数量的比重，来衡量机构投资者的行为。

参考程昕 等（2018）的方法，分别从宏观环境和整体股票市场，以及公司层面（股票、特征和公司治理）角度，选取 14 个影响股价波动性的变量进行控制。宏观环境和整体股票市场控制变量包括宏观经

① 变量构造、模型设定、表1~7、稳健性检验和工具变量回归结果见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

济景气指数（一致指数）变动量 ΔH、货币供应变动量 ΔM、市场指数收益率的波动性 σ_{szzs}；公司层面控制变量包括账面市值比 BM、日均收益率 $\bar{r}$、股票总换手率 $Turn$、流通股市值 $lnMC$ 和市盈率 PE、净资产收益率 ROE、资产规模 $lnAsset$、现金比率 CR、资产负债率 LEV、董事长与总经理为同一人（两职合一）$Dual$ 及前五大股东持股比例和 $Top5$。

三、实证结果与分析

（一）样本选取与数据描述性统计

由于我国股权分置改革从 2005 年开始，股权分置改革会影响机构投资者所持流通股比例，因此选取 2005—2022 年沪深 A 股为样本[①]。数据均来自 Wind 和 CSMAR 数据库。剔除所处行业为金融、保险和房地产业的股票并且剔除上市不满 6 个月的股票，获得 39 389 个年度-公司样本。

在构造调节变量部分，选取 2005 年 1 月 1 日—2022 年 12 月 31 日共计 4 374 个交易日 11 456 664 条沪深 A 股公司日度数据，变量包括每日市场指数收益率、每日股票收益率和每日股票成交量。为了保证数据的连贯性与完整性，以及后续计量模型拟合的有效性，样本首先剔除缺失收益率、成交量或收盘价数据的观测值；剔除连续交易日数量低于 30 的观测值，确保将 SVAR 模型的预测期设定为 30 的可行性；剔除经计算方差数值为 0 的股票。

表 2 为变量的描述性统计。机构投资者持股比例 *Inst_hold* 的均值和中值分别为 37.38% 和 37.75%，表明在我国 A 股投资者结构中，个人投资者仍处于主导地位。股价中市场信息含量均值为 23.0%，公司非公开信息含量均值为 23.7%，公司公开信息含量均值为 24.2%，噪声含量均值为 29.2%[②]。其他变量均值与过往文献基本相似。

（二）基准回归结果

表 3 展示了机构投资者持股比例与股价波动性的回归结果。列（1）为不添加控制变量、不控制公司固定效应和年度固定效应的结果。机构投资者持股比例 *Inst_hold* 对股价波动性 *Vol* 的回归系数为 –0.044，且在 1% 的水平下显著。随着机构投资者持股比例的提高，股票价格波动会显著降低。

列（2）加入控制变量、不控制公司固定效应和年度固定效应。机构投资者持股比例 *Inst_hold* 对股价波动性 *Vol* 的回归系数变化为 –0.033，显著性水平有所降低。列（3）加入控制变量且控制公司固定效应和年度固定效应。机构投资者持股比例 *Inst_hold* 对股价波动性 *Vol* 的回归系数为 –0.031，且在 1% 的显著性水平下显著。结果表明，机构投资者持股比例每提高 1 个百分点，股票日收益率的标准差平均会降低 0.031。假设 H_1 成立，机构投资者持

① 由于北交所于2021年9月成立，部分数据缺失，且样本量较少，因此忽略北交所上市股票。
② 此处为各公司年度等权重简单加权平均结果，后表4为方差加权。

股比例越大，股票价格波动性越低。由于机构投资者比散户拥有更强的信息发现能力、进行更理性投资决策，以及更能发挥消除股票价格偏误作用，因此提高机构投资者持股比例有助于促进股票价格回归其基本面价值，降低价格波动。

部分控制变量的显著性较强。宏观经济景气指数变动量 ΔH 的回归系数显著正，说明对未来宏观经济的预期越乐观，股票价格波动的幅度越大。上期日均收益率 $\bar{r}$ 的回归系数显著为负，说明上期较高的收益率会导致下期较低的波动性。流通股市值 *lnMC* 的回归系数显著为负，说明市值越大即公司规模越大的上市企业，股价波动性越低。这些结论与之前文献的研究结论相吻合。

（三）调节变量的构造结果

通过 SVAR 计算出每一年每只股票的多维信息与噪声含量，共 47 750 组数据。使用方差加权方法分别在不同行业进行汇总（表 4）。

表 4 显示，在我国沪深 A 股市场，市场信息含量最低，公司异质性信息含量（包含公开和非公开）总体最高，价格中的噪声占比也很高，噪声因素不可忽略。按行业来看，大金融行业股价中的市场信息含量远高于其他行业，公司公开与非公开信息含量均低于其他行业。金融板块往往与国家政策强相关，且经营模式趋同，公司异质性信息对其股价变化的驱动作用较弱。另外，高端制造行业和科技行业股价中的噪声含量略高于其他行业。这两个行业都属于热门概念股，会受到过度的媒体关注并产生一系列炒作行为，从而导致价格中的噪声含量变大。

与 Brogaard et al.（2022）的美国市场实证结果进行对比。第一，两个国家股票市场的噪声含量均大于 30%，但我国股价的噪声含量略高于美国市场。第二，我国股价的市场信息含量比美国市场平均高约 10 个百分点，说明我国与美国等成熟资本市场在市场效率方面仍有差距。第三，我国股价的公司公开信息含量比美国市场低约 15 个百分点，说明我国股票市场的信息披露质量仍有进一步提高空间。

（四）调节效应机制分析结果

使用多维信息与噪声含量指标分别检验市场信息含量、公司非公开信息含量、公司公开信息含量和噪声含量对机构投资者持股比例与股价波动之间关系的调节作用（表 5）。

表 5 列（1）显示交互项变量 $Inst\_hold \times Share_{market}$ 的回归系数为 0.122，显著为正，与 *Inst_hold* 的回归系数符号相反。这表明股价中的市场信息含量提高，即市场效率降低，会削弱机构投资者对股价波动的抑制效应，假设 H_2 成立。当市场效率较低时，由相同系统性信息驱动的全市场股票同涨同跌的现象较为普遍，机构投资者参与的平抑作用被削弱。市场效率低也说明股价的信息反应存在滞后性，信息变化不能立刻引发价格变动，导致价格无法迅速向其内在价值回归。此时机构投资者的信息发现功能效率被减弱，对股价波动的抑制作用受限。另外 $Share_{market}$ 前系数显著正，说明当市场效率低下时，由于同涨

同跌及无法快速回归内在价值，造成股价波动性增高。

表 5 列（2）报告交互项变量 *Inst_hold* × $Share_{private}$ 的回归系数为 –0.045，显著为负，与 *Inst_hold* 的回归系数符号相同。这表明股价中的公司非公开信息含量提高，会增强机构投资者对股价波动的抑制效应，验证了假设 H_3。机构投资者是知情交易者，其比个人投资者对私有信息的挖掘和利用能力更强。当股价更多由公司非公开信息驱动时，机构投资者更能通过交易行为发挥消除股票价格偏误作用，从而降低股价的非理性波动。正如余佩琨 等（2009）指出，机构投资者可以利用信息优势交易并获利，在公司公布好消息前增仓，公布坏消息前减仓。而个人投资者作为信息劣势者，可能做出相反的非理性买卖行为，导致股票价格远离内在价值变化。另外，股价中的公司非公开信息含量高说明，大量基于信息而非噪声的交易行为提高了股票价格中的私有信息含量，从而增强了机构投资者参与对股价波动性的平抑作用。$Share_{private}$ 前系数显著正，说明公司非公开信息含量提高，会增加股价的波动性。

表 5 列（3）加入公司公开信息含量 $Share_{public}$ 及其与机构投资者持股比例的交互项。变量 $Share_{public}$ 在 10% 的显著性水平下为负，回归系数为 –0.960。这说明公司公开信息含量提高，即信息披露质量提高有利于降低股价波动。更进一步，交互项变量 *Inst_hold* × $Share_{public}$ 的回归系数为 0.020，显著为正，与 *Inst_hold* 的回归系数符号相反。这说明机构投资者持股和信息披露质量提高对于股价波动的抑制效果存在一定的替代效应。当股价中的公司公开信息含量低，即信息披露质量较低时，机构投资者持股比例增大对股价波动的抑制效果更加明显，验证了假设 H_4。李志生和金凌（2019）通过分组回归的方法，研究发现“国家队”持股对股价波动的影响只在分析师关注度低的样本组中显著，影响机理与本结果类似。

列（4）报告了加入噪声含量 $Share_{noise}$ 及其与机构投资者持股比例的交互项。交互项变量 *Inst_hold* × $Share_{noise}$ 的回归系数为 –0.221，显著为负，与 *Inst_hold* 的回归系数符号相同；然而 $Share_{noise}$ 前系数显著为正，这说明噪声含量提高股价波动，但同时也会正向调节对机构投资者持股对股价波动的抑制效果，验证了假设 H_5。一般认为，机构投资者比个人投资者的投资决策更加理性、“真羊群”行为更少，其更多的“伪羊群”行为反而有助于股票价格向其内在价值回归。当噪声含量高时，机构投资者的优势效应更为显著，因此其对股价波动的抑制作用被增强。

综上，假设 H_2，H_3，H_4 和 H_5 均成立。

引入调节变量与机构投资者持股比例的交互项，通过截面对比（Nakamura & Steisson, 2018），能够更好地进行因果关系检验。直接的回归可能存在反向因果问题：即机构投资者可能天然地偏好更平稳的股票所以股价波动率低，而非其持股行为降低了股价波动。在引入交互项的截面对比后，可以缓解反向因果问题。如果存在反

向因果，即股价波动率越低，机构投资者持股比例越高。这类公司往往非公开信息含量和噪声含量也比较低，交互项系数应显著为正。然而在表 5 中，交互项系数均显著为负，说明结果并不是由反向因果造成。调节效应进一步增强对机构投资者波动平抑效果的识别。

四、结论

本文以 2005—2022 年沪深 A 股为研究对象，探究机构投资者持股对股价波动性的影响。并通过构造市场信息含量、公司非公开信息含量、公司公开信息含量和噪声含量 4 个调节变量，检验信息与噪声特征对机构投资者持股与股价波动之间的关系的调节效应。本研究发现机构投资者持股比例对股价波动率有显著的抑制作用。并且，在市场信息含量低、公司非公开信息含量高、公司公开信息含量低或噪声含量高的股票中，机构投资者参与对股价波动的抑制作用更为显著。

基于上述分析，本文认为应鼓励更多年金、社保基金等长期机构投资者入市。长期机构投资者更理性投资决策及更能发挥消除股票价格偏误作用，从而降低股价波动性。此外，应切实提高股票市场效率，如加强投资者教育、强化监管力度、完善交易制度等。随着市场效率的提高，股价中的市场信息含量占比会随之下降，机构投资者持股对股价波动的抑制作用将得到进一步加强。N

学术编辑：卢超群

参考文献

[1] 程昕,杨朝军,万孝园.机构投资者、信息透明度与股价波动[J].投资研究, 2018,37(06):55-77.

[2] 姜超.证券分析师、内幕消息与资本市场效率——基于中国A股股价中公司特质信息含量的经验证据[J].经济学(季刊),2013,12(02):429-452.

[3] 雷震,杨明高,田森.股市谣言与股价波动:来自行为实验的证据[J].经济研究,2016,51(09):118-131.

[4] 李志生,金凌."国家队"救市、股价波动与异质性风险[J].管理科学学报,2019,22(09):67-81.

[5] 连立帅,朱松,陈关亭.资本市场开放、非财务信息定价与企业投资——基于沪深港通交易制度的经验证据[J].管理世界,2019,35(08):136-154.

[6] 刘京军,徐浩萍.机构投资者:长期投资者还是短期机会主义者?[J].金融研究,2012,387(09):141-154.

[7] 刘维奇,刘新新.个人和机构投资者情绪与股票收益——基于上证A股市场的研究[J].管理科学学报,2014,17(03):70-87.

[8] 刘祥东,刘澄,刘善存.羊群行为加剧股票价格波动吗?[J].系统工程理论与实践,2014,34(06):1361-1368.

[9] 谭松涛,崔小勇,孙艳梅.媒体报道、机构交易与股价的波动性[J].金融研究,2014,405(03):180-193.

[10] 王咏梅,王亚平.机构投资者如何影响市场的信息效率——来自中国的经验证据[J].金融研究,2011,376(10):112-126.

[11] 辛清泉,孔东民,郝颖.公司透明度与股价波动性[J].金融研究,2014,412(10):193-206.

[12] 许年行,于上尧,伊志宏.机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J].管理世界,2013,238(07):31-43.

[13] 姚禄仕,吴宁宁.基于LSV模型的机构与个人羊群行为研究[J].中国管理科学,2018,26(07):55-62.

[14] 易志高,茅宁.中国股市投资者情绪测量研究:CICSI的构建[J].金融研究,2009,353(11):174-184.

[15] 尹海员,朱旭.机构投资者信息挖掘、羊群行为与股价崩盘风险[J].管理科学学报,2022,25(02):69-88.

[16] 余佩琨,李志文,王玉涛.机构投资者能跑赢个人投资者吗?[J].金融研究,2009,350(08):147-157.

[17] 张琳琳,沈红波,范剑青.证券投资基金规模适度性研究——基于中国市场的证据[J].金融研究,2022,501(03):189-206.
[18] 朱波,孙鹏阁,龙云庚.高质量的会计信息促进了投资者理性投资吗?[J].经济与管理研究,2015,36(08):130-138.
[19] 朱红军,何贤杰,陶林.中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据[J].金融研究,2007,320(02):110-121.
[20] Beveridge S,Nelson C R.A new approach to decomposition of economic time series into permanent and transitory components with particular attention to measurement of the 'business cycle'[J].Journal of Monetary Economics,1981,7(2):151-174.
[21] Black F.Noise[J].The Journal of Finance,1986,41(3):528-543.
[22] Brogaard J,Nguyen T H,Putnins T J.What moves stock prices? The roles of news, noise, and information [J].The Review of Financial Studies,2022,35(9):4341-4386.
[23] Carpentier C,Suret J.On the rationality of institutional investors: the case of major industrial accidents[J].The Journal of Behavioral Finance,2021,22(3):289-305.
[24] Chen Q,Goldstein I,Jiang W.Price informativeness and investment sensitivity to stock price[J].The Review of Financial Studies,2007,20(3):619-650.
[25] Engle R F,Hansen M K,Karagozoglu A K.News and idiosyncratic volatility: the public information processing hypothesis[J].Journal of Financial Econometrics,2021,19(1):1-38.
[26] Morck R,Yeung B,Yu W.The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements[J].Journal of Financial Economics,2000,58(1-2):215-260.
[27] Nakamura E,Steinsson J.Identification in macroeconomics[J].Journal of Economic Perspectives,2018, 32(3):59-86.
[28] Orlitzky M.Corporate social responsibility, noise, and stock market volatility[J].Academy of Management Perspectives,2013,27(3):238-254.

The Role of Institutional Investor in Stock Price Stability: Evidence from Information and Noise Components Prospective

LAO Lanjun[1] WANG Qianqian[2] ZHANG Na[1]
(1. School of Management, Fudan University;
2. Shanghai Municipal Development & Reform Commission, Putuo Branch)

Abstract Ensuring the stability of the stock market is of great significance to the international and domestic economic environment. This study focuses on the A-share market from 2005 to 2022 and examines the stabilizing effect of institutional investors on stock price volatility. The study, which combines information sources and noise decomposition, confirms that institutional investors play a significant role in limiting stock price volatility. In this study, stock price volatility is decomposed into market-wide information, private firm-specific information, public firm-specific information, and noise. The decompositions help analyze the differences in the relationship between institutional investors and stock price volatility in stocks with different information and noise characteristics. The study concludes that the link between market participation by institutional investors and reduced price volaitility is most prevalent in stocks with low market-wide information, high private firm-specific information, low public firm-specific information, and high levels of noise.

Keywords Stock Price Volatility, Institutional Investor, Multiple Information, Noise
JEL Classification G12 G14 G23